

投资策略

全球市场策略：特朗普的国会演讲与关税加速

断言美国衰退为时尚早，但贸易摩擦升级与经济增长放缓的组合正在加大市场的不确定性

美国总统特朗普将于美东时间 3 月 4 日晚 9 点 (北京时间 3 月 5 日上午 10 点) 在国会联席会议上发表演讲，这是他自 1 月连任以来的首次国会演讲。预计他将概述未来四年的政策重点，同时，这次演讲也可能成为美国政坛新的分水岭。

国会演讲的主要看点

特朗普的这次演讲预计将比 2017 年更具对抗性，强调“美国优先”，并在贸易、外交和移民问题上采取更强硬的立场。

- **经济与关税政策：**特朗普政府正在推进“关税换减税”政策，即通过提高进口关税填补财政赤字，并延续 2017 年的大规模减税计划。他预计将在演讲中重申关税政策的合理性，以支持美国制造业。
- **预算与政府支出：**联邦政府资金即将于 3 月 14 日到期，特朗普政府可能计划削减福利支出 (包括儿童照护和社区医疗等)，以平衡财政预算。这一提案遭到民主党强烈反对，双方的分歧使政府面临停摆风险。
- **移民政策：**特朗普计划推行美国史上最大规模的非法移民驱逐行动，并加强边境管控，加速修建美墨边境屏障。这一政策遭到民主党的抵制。
- **外交政策与乌克兰战争：**在对乌克兰政策上，特朗普政府的立场有所转变。他敦促欧洲国家承担更大责任，并可能减少美国对乌克兰的财政和军事援助。2 月，他与俄罗斯总统普京进行了通话和会谈，展现出与俄罗斯改善关系的意图。在演讲中，他预计将施压北约盟友，并重塑美欧关系。
- **政府改革与行政裁员：**由马斯克领导的“政府效率部”正在推动大规模行政裁员，特朗普可能在演讲中为此辩护，强调减少政府干预、提高市场效率的重要性。

近期的关税升级

从 2 月进入 3 月，特朗普的关税冲突有明显升级的状态。

在 2 月，特朗普政府暂缓了一部分贸易措施，将主要注意力转向俄乌冲突的外交策略：

- 敦促欧洲增加对乌援助，减少美国财政压力。

- 推动乌克兰妥协，讨论削减军事援助。
- 与北约盟友协商，提高欧洲防务支出。

与此同时，特朗普政府对关税政策做出短暂调整：

- 2 月 3 日推迟对加拿大和墨西哥的关税 (原定 2 月生效，延后 30 天)。
- 2 月 8 日短暂恢复“小额包裹免税”政策。

然而，这些调整并未带来特朗普预期的经济或政治收益。因此，进入 3 月，他迅速恢复并升级关税措施。

2025 年 3 月：特朗普关税政策骤然升级

3 月初，特朗普政府恢复并加强关税政策，包括：

- 3 月 4 日正式对加拿大和墨西哥恢复 25% 关税 (取消原定的 30 天延期)。
- 3 月 4 日对中国商品额外加征 10% 关税 (总税率提高至 20%)。

预计特朗普将在国会演讲中进一步强化这一政策，并可能预告未来更严厉的贸易措施。

特朗普加速关税的可能动机

经济数据促使政策调整

- **经济数据表现不佳，特朗普需要更强硬的手段：**2 月发布的制造业 PMI、零售数据、消费者信心指数等指标显示，美国经济可能面临放缓风险，特朗普希望通过贸易保护措施提振制造业。

贸易逆差高企

- 最新数据显示，美国贸易逆差持续高企，尤其是对华贸易逆差巨大，特朗普可能因此决定加码。

党内政治压力与 2026 年中期选举考量

- **在国会演讲中展示政绩：**特朗普希望在党内确立强硬形象，以争取贸易保护派议员的支持。
- **制造业州选民支持：**宾夕法尼亚、威斯康星等州的选民倾向支持贸易保护政策，关税升级可能有助于巩固特朗普在这些州的支持率，利于未来的中期选举。



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com

外交策略：施压对手，争取让步

- **对华加税**：可能是对中国 2 月实施的反制措施的回应。
- **对加拿大、墨西哥重新加征关税**：可能意在在美墨加贸易协定 (USMCA) 框架下增加谈判筹码。

“对等关税”政策进入执行阶段

- 2 月 14 日，特朗普宣布“对等关税”政策，承诺对任何对美征收高关税的国家实施相应关税。
- 3 月的关税行动可能是这一政策的前奏，旨在建立谈判筹码，迫使他国做出让步。

近期市场动态和我们的观点

近期，美国市场情绪显著承压，主要受贸易政策不确定性加剧以及宏观经济数据低迷的共同影响。特朗普政府加速推进贸易壁垒，同时经济增长动能放缓，引发投资者对美国经济可能陷入滞胀的担忧，并对企业盈利前景形成下行压力。

- **关税恐慌再起**：在 2 月特朗普延墨西哥和加拿大加征关税之后，市场情绪稍微得到喘息，但 2 月末尾，随着地缘政治谈判不及预期，关税重新加码让市场情绪重新收到影响，将关注点重新转移到未来政策不确定性上，截止 2025 年 3 月 4 日，素有恐慌指数之称的 VIX 指数按月上行 30%。
- **经济数据疲软**：2 月公布的一系列美国经济数据，包括零售数据 (1 月零售销售按月下跌 0.9%)、消费者信心 (咨商会消费者信心由 1 月 105.3 跌至 98.3)、服务业 PMI (2 月服务业 PMI 跌至 49.7) 等均不及预期，市场开始担忧美国进入衰退的可能性。
- **避险情绪上行**：投资者正在重新评估美国经济增长前景，避险需求上升，导致资本流出美国权益市场，美股承压下行债券市场的走势进一步印证了市场的谨慎预期。10 年期美债收益率一度跌至 4.168%，为去年 12 月以来的最低水平，反映出避险需求的上升。
- **衰退交易增加降息押注**：利率市场的定价表明，交易员目前预计美联储年内降息幅度趋近全年三次降息 (每次 25 个基点) 的情境，显示市场对经济放缓甚至衰退的押注。

我们认为目前判断美国经济进入衰退为时尚早：

- 当前市场环境在多个方面与 2024 年 7 月至 8 月期间的情况相似，在美股巨头缺乏惊喜，宏观经济数据走弱触发衰退交易。
- 此外，贸易政策的不确定性促使资金从美股流向避险资产及有故事、有韧性的其他市场 (亚洲、欧洲等)，是其他市场股市跑赢美股的原因。
- 然而，我们认为目前断言美国经济已进入衰退仍为时过早，经济数据受季节性因素、短期冲击的影响较大，市场仍需进一步观察后续经济数据的演变。

未来关键关注点：政策动向与全球市场影响

展望未来，市场将密切关注特朗普政府的贸易政策更新及中国全国“两会”的相关信号，以评估政策对全球市场的潜在影响。

- **特朗普关税政策调整**：3 月关税政策的进一步披露可能带来市场波动，需关注后续政策执行细节。我们认为本轮关税战将是不断动态调整的，应实时关注细节。
- **金融贸易秩序重构的可能性**：包括近期公布的《美国优先贸易政策》和加密货币储备等，可以侧面看出特朗普当局在构建新的贸易和货币框架，值得注意的下一步是是否会有更具体的纲领进行秩序的重构，有一部分投资人认为可能会有涉及他国央行配合的美元贬值计划，因为特朗普多次表达过对“强美元”的不满。
- **中国“两会”**：在全球宏观环境面临挑战的背景下，中国政策制定者可能就中美关系、出口市场拓展 (如东南亚与中东) 等议题释放一些信号。外界关注中国对美国新增 10% 关税的反制措施，可能成为市场定价的重要变量。

综合来看，贸易摩擦升级与经济增长放缓的组合正在加大市场的不确定性，美国投资者情绪趋于谨慎，风险资产短期内可能持续承压。后续需关注政策信号及经济数据，以判断市场风险偏好的演变方向。

图表 1: 2025 年特朗普关税政策时间线

日期	事件	详情	生效日期/备注
2025 年 1 月 20 日	签署“美国优先贸易政策”总统备忘录	特朗普总统在其第二任期开始时签署该备忘录，强调保护美国制造业和就业的措施。	立即生效
2025 年 1 月 28 日	宣布对半导体及关键产品征收关税计划	特朗普总统表示将“在不久的将来”对外国制造的计算机芯片、半导体、制药产品和关键材料征收关税。拟议税率可能在 25%-100% 之间，但半导体的具体税率尚未公布。	生效日期待定
2025 年 1 月 31 日	宣布对中国、加拿大和墨西哥征收关税	对加拿大和墨西哥商品征收 25%关税，对中国商品征收 10%关税，理由包括芬太尼走私和非法移民问题。	2025 年 2 月 4 日生效
2025 年 2 月 1 日	取消“小额豁免”免税政策	取消 800 美元以下包裹的免税政策，影响跨境电商和物流行业。	2025 年 2 月 4 日生效
2025 年 2 月 3 日	推迟对加拿大和墨西哥的关税	特朗普同意将对加拿大和墨西哥的关税延迟 30 天，前提是两国加强边境管控。	推迟至 3 月 4 日
2025 年 2 月 4 日	中国宣布反制措施	中国宣布自 2 月 10 日起对美国商品加征关税：- 液化天然气 (LNG)、煤炭：15% 关税 - 原油、农业机械、皮卡车：10% 关税。	2025 年 2 月 10 日生效
2025 年 2 月 8 日	暂时恢复“小额豁免”免税政策	特朗普政府暂时恢复免税政策，以便联邦机构制定处理低价值进口商品的合理方案。	仍然生效，可能在 4 月初调整，有可能会永久取消
2025 年 2 月 10 日	宣布对钢铁和铝征收关税	特朗普宣布对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税，影响欧盟、加拿大、墨西哥、巴西、韩国等国家。	2025 年 3 月 12 日生效
2025 年 2 月 14 日	宣布“对等关税”政策	特朗普宣布“对等关税”政策，即任何对美国商品征收关税的国家将面临相应的报复性关税。	预计 4 月初公布细节
2025 年 2 月 18 日	宣布计划对进口汽车征收关税	特朗普宣布计划在 4 月对进口汽车征收 25%关税，影响欧盟、日本和韩国等主要出口国。	预计 2025 年 4 月或更早公布正式声明
2025 年 2 月 19 日	宣布对木材和林产品征收关税	特朗普表示，将在“下个月或更早”对木材和林产品征收 25%关税，影响加拿大这一主要出口国。	预计 2025 年 4 月 2 日或更早生效
2025 年 3 月 3 日	恢复对加拿大和墨西哥的关税	由于 30 天延期期满，特朗普政府正式恢复对加拿大和墨西哥商品的 25%关税。	2025 年 3 月 4 日生效
2025 年 3 月 3 日	宣布对中国加征额外关税	特朗普政府宣布对中国商品额外加征 10% 关税，使部分关键产品类别的关税从 10% 提高至 20%。	2025 年 3 月 4 日生效
2025 年 3 月 4 日	中国宣布反制措施	对原产于美国的主要农产品进口商品加征 10%-15%的关税	2025 年 3 月 10 日生效

来源: 媒体综合, 截止 2025 年 3 月 4 日

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公

众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097